

# Financial Law Institute

Working Paper Series

**WP 2004-05**



**Hans De Wulf**

**OVERDRACHT VAN EFFECTEN: ASPECTEN VAN  
VERREKENING EN VEREFFENING VAN  
BEURSORDERS**

**June 2004**

**WP 2004-05**

**Hans De Wulf**

**OVERDRACHT VAN EFFECTEN: ASPECTEN VAN VERREKENING EN  
VEREFFENING VAN BEURSORDERS**

**Abstract**

*After a very brief introduction to securities clearing, this text discusses transactions in book-entry securities as governed by the Belgian Royal Decree nr. 62, as coordinated on January 27 2004. This Decree is applicable to the settlement activities of Euroclear NV/S.A., irrespective of where securities are actually kept in custody, and is consequently of international importance, especially since it governs important aspects of the settlement of trades on Euronext.*

*This article will be removed from this website on the date of its publication in N.V. in de praktijk, on August 2 2004*

**To be published in**

*N.V. in de praktijk, Kluwer, August 2004*



(I) *OVERDRACHT VAN EFFECTEN: ASPECTEN VAN VERREKENING EN VEREFFENING VAN BEURSORDERS*

Hans De Wulf  
Docent  
Instituut Financieel Recht  
Universiteit Gent

**A. AANDELENOVERDRACHT BURGER- EN VENNOOTSCHAPSRECHTELIJK: RENVOI**

De burger- en vennootschapsrechtelijke aspecten van aandelenoverdrachten worden elders in dit werk behandeld (zie... (bijdrage R. Feltkamp). Er mag hier aan herinnerd worden dat bij een verkoop van aandelen, de eigendom *solo consensu*, dus op het moment van overeenkomst over soort aandelen, prijs en hoeveelheid, overgaat. Worden de aandelen geschonken, dan is een notariële akte vereist, tenzij men de aandelen via handgift schenkt, hetgeen alleen voor aandelen aan toonder mogelijk is. Artikel 504 W. Venn., dat de overdracht van aandelen in de N.V. beheerst, wordt traditioneel zo gelezen dat het de tegenwerpelijheid van de overdracht betreft, niet het totstandkomen van de eigendomsoverdracht<sup>1</sup>.

Om de eigendomsoverdracht *tegenwerpelijk* te maken aan de vennootschap en aan derden, zijn evenwel bijkomende handelingen nodig. Voor aandelen aan toonder gaat het om de fysieke levering van de aandelen, wat art. 504, tweede lid W. Venn. als “de overgave van het effect” betitelt. Toonderaandelen zijn inderdaad, eens gedrukt, volkomen waardepapieren, waarin rechten geïncorporeerd zijn, en enkel wie de aandelen zelf kan voorleggen- of een attest waaruit blijkt dat zij ergens, bv. bij een bank, in bewaring zijn gegeven- zal de aandeelhoudersrechten kunnen uitoefenen.

Aandelen op naam bestaan daarentegen niet fysiek (de aandelencertificaten die de vennootschap uitgeeft aan diegene die als vennoot is ingeschreven in het aandelenregister, zijn geenszins gelijk te stellen met de aandelen zelf en hun overdracht zorgt dus niet voor overdracht van de aandelen). Hoewel de tekst van art. 504 bij een eerste lectuur een andere indruk kan wekken, is de basisregel dat de overdracht van een aandeel op naam aan iedereen behalve de vennootschap tegenwerpelijk is door het enkele feit dat de overdracht, *solo consensu*, plaatsvindt. Er is geen kennisgeving aan derden vereist, noch een inschrijving in het aandelenregister.

Inderdaad zijn er volgens art. 504 W. Venn. twee manieren om een overdracht van een aandeel op naam tegenwerpelijk te maken: de meest traditionele is door inschrijving in het aandelenregister, “gedagtekend en ondertekend door de overdrager en overnemer of door hun gevolmachtigden”. Evenwel is het voor een N.V. blijkens art. 504 W. Venn. ook toegestaan dat de vennootschap zelf een overdracht inschrijft, dus zonder dat overdrager en overnemer ondertekenen, op voorwaarde dat de vennootschap deze inschrijving baseert op “brieven of andere bescheiden waaruit de toestemming van de overdrager en overnemer blijkt”. De

---

<sup>1</sup> Zie reeds Cass. 12 juli 1923, *Pas.* 1923, I, 424.



wetgever heeft het evenwel opportuun geacht de overdracht van aandelen op naam ook volgens de regels voor overdracht van schuldvorderingen, art. 1690 B.W., mogelijk te maken. Sinds de cessie van schuldvordering sinds 1994 vormvrij kan gebeuren, betekent dit dus dat de overdracht aan iedereen solo consensu tegenwerpelijk is, behalve aan de schuldenaar. Het is in onze context de vennootschap die als schuldenaar moet beschouwd worden. Om de overdracht aan de vennootschap tegenwerpelijk te maken is een kennisgeving vereist, of moet zij de overdracht erkennen. Deze kennisgeving moet volgens de voorbereidende werken schriftelijk gebeuren, maar is voor het overige aan geen vormen gebonden, en kan bv. ook per fax gebeuren. Zeker is dat ook een inschrijving in het aandelenregister, ondertekend door overdrager de overnemer, als kennisgeving in de zin van art. 1690 B.W. kan gelden. Op basis van een kennisgeving kan het vennootschapsbestuur ook zelfstandig overgaan tot inschrijving, maar het zal daarbij de nodige voorzichtigheid aan de dag leggen: om aansprakelijkheid voor ongerechtvaardigde inschrijvingen te vermijden zal het deze alleen maar verrichten wanneer beide partijen, overdrager en overnemer, een kennisgeving hebben gedaan, minstens na een eenzijdige kennisgeving gecheckt te hebben bij de andere partij. Aangezien het bestuur niet verplicht is de kennisgeving te laten volgen door een inschrijving in het aandelenregister, is het register geen betrouwbare indicator van aandeelhouderschap (meer).

## B. VERWERKING VAN BEURSORDERS

Wanneer aandelen zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt, bv. Euronext Brussels, worden zij niet rechtstreeks door koper en verkoper aan elkaar verhandeld overeenkomstig de hierboven in herinnering geroepen vennootschapsrechtelijke regels. Er zal een beursorder nodig zijn om de verhandeling mogelijk te maken, en het geven van een beursorder veronderstelt voor de particuliere belegger een beroep op tussenpersonen.

In dit werk wordt niet ingegaan op de manier waarop beursorders (op Euronext) verwerkt worden. De vraag welke verschillende soorten orders bestaan en welke gedragsregels de bemiddelaars moeten respecteren bij het uitvoeren van orders, komen elders in dit werk aan bod.

In deze afdeling wordt, na het uiteenzetten van enkele inleidende begrippen, eerst ingegaan op de *bemiddelingsdwang* waaraan beleggers voor de verhandeling van “beursgenoteerde” effecten onderworpen zijn. Vervolgens wordt een summier inleiding geboden op *effectenclearing*, een cruciaal aspect<sup>2</sup> van de verhandeling van effecten waarmee beleggers en/of juristen evenwel zelden in aanraking komen, zoals een badkamergebruiker zelden te maken krijgt met het buizen- en rioleringsnetwerk zonder dewelke zijn badkamer niet zou functioneren. Tenslotte wordt uitgebreid stilgestaan bij het systeem van *immobilisatie* of *scriptualisatie* van effecten, uitgewerkt in het zogenaamde K.B. nr. 62, waarbij effecten vervangbaar worden gemaakt door opname op een effectenrekening, zodat zij vlot verhandeld kunnen worden en meer bepaald de eigenlijke *settlement*, afwikkeling van een transactie door levering van de effecten en hun prijs, sterk vergemakkelijkt wordt. Deze “vervangbaarmaking” van effecten heeft ook voor de eindbelegger belangrijke gevolgen,

---

<sup>2</sup> Over het belang van clearing en settlement, zie *ex multis* bv. G. DE VIDTS, “Clearing and settlement in Europe: what is the big deal?”, *Bank fin. R.* 2003, 275. Een overzicht van regels, problemen en hervormingsvoorstellen op Europees niveau biedt J. BENJAMIN “Overview of post-trade infrastructure”, *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2003, 127 (deel 1), 171 (deel 2) en 223 (deel 3).



vandaar dat er hier dieper op ingegaan wordt dan op het “loodgieterswerk” van de clearing en settlement in het algemeen.

## 1. Enkele inleidende begrippen

Klassiek en los van specifieke regulering wordt gesteld dat effecten kunnen verhandeld worden op een gereguleerde markt, een georganiseerde markt of “over the counter” (OTC), dat wil zeggen buiten een georganiseerde markt<sup>3</sup>. Met een georganiseerde markt bedoelt men dan dat één of meer instanties de organisatie van een markt in effecten op zich nemen, en die markt volgens bepaalde regels werkt, maar dat deze regels niet door de overheid zijn vastgelegd of zelfs maar goedgekeurd. Op een gereguleerde markt daarentegen worden de financiële tussenpersonen die op de markt mogen optreden, en de verhandeling van financiële instrumenten op die markt, beheerst door regels die door de overheid zijn vastgelegd, of minstens moeten goedgekeurd worden door de overheid- die daarbij vaak handelt via een “agency”, een quasi-autonoom toezichtsorgaan, zoals bv. de CBFA. Wanneer effecten op een niet-georganiseerde markt verhandeld worden, worden er aan de marktparticipanten geen specifieke regels (andere dan de gemeenrechtelijke) opgelegd en zijn hun contacten van henzelf afhankelijk, zij kaderen niet binnen een georganiseerde marktstructuur.

Naar huidig Belgisch recht wordt, door de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten<sup>4</sup> (hierna: “WFT”), een onderscheid gemaakt tussen gereguleerde markten en “andere markten”, dat wil zeggen niet-gereguleerde markten (art. 15 WFT). Daarnaast kan de Koning ook regels vastleggen met betrekking tot “markten in financiële instrumenten die zijn uitgegeven of gewaarborgd door de staat of Belgische openbare instanties” (art. 14 WFT).

Een Belgische gereguleerde markt is een secundaire markt<sup>5</sup> voor financiële instrumenten<sup>6</sup>, al dan niet voor het publiek toegankelijk, die wordt georganiseerd door een marktonderneming<sup>7</sup> met maatschappelijke zetel in België (art. 2, 5° WFT). In de praktijk wordt men Belgische gereguleerde markt door erkenning als dusdanig door de minister van Financiën, na advies van de CBFA (art. 3 WFT). Deze erkenning is maar mogelijk indien de markt georganiseerd wordt door een marktonderneming die als dusdanig vergund is (art. 16 WFT), hetgeen maar mogelijk is wanneer zij voldoet aan de vergunningsvoorwaarden uit art. 17 WFT. De marktonderneming zal bij de organisatie van de markt de erkenningvoorwaarden voor gereguleerde markten, zoals omschreven door en krachtens art. 4 WFT, moeten respecteren, en dit op doorlopende basis. Euronext Brussels N.V., een

---

<sup>3</sup> Hierover bv. M. TISON, *De interne markt voor bank- en beleggingsdiensten*, Antwerpen, Intersentia, 1999, 832-33, nr. 1653; D. NAPOLITANO, “Hertekend beurslandschap: klaar voor de eenentwintigste eeuw?”, *T.R.V.* 2003, 131, nr. 7.

<sup>4</sup> *B.S.* 4 september 2002, ed. 2.

<sup>5</sup> Waarop financiële instrumenten worden verhandeld nadat zij zijn uitgegeven. De markt voor uitgifte van financiële instrumenten is de primaire markt.

<sup>6</sup> Een lijst hiervan vindt men in art. 2, 2° WFT, daaronder uiteraard ook aandelen.

<sup>7</sup> Door art. 2, 7° WFT gedefinieerd als “elke vennootschap of entiteit die één of meer secundaire markten voor financiële instrumenten organiseert”.



100% dochter van de Nederlandse holdingmaatschappij Euronext N.V., is als Belgische marktonderneming erkend<sup>8</sup>.

Eén van de belangrijkste taken van een marktonderneming, en een voorwaarde opdat zij een bepaalde markt als gereguleerde markt zou kunnen laten erkennen, is het vaststellen van marktregels. Deze regels, verzameld in een zogenaamd “Rule Book”, bepalen onder meer de voorwaarden waaronder financiële instrumenten worden toegelaten tot de gereguleerde markt, hun handelingsvoorwaarden en voorwaarden voor schorsing en schrapping van de instrumenten; de voorwaarden waaronder iemand lid kan worden van de markt; de verplichtingen die voor emittenten van financiële instrumenten voortvloeien uit de toelating van hun financiële instrumenten tot de verhandeling op de markt. De marktregels moeten worden erkend door de minister van Financiën, na advies van de CBFA. (art. 5 § 1 WFT). Hoewel het dus de marktonderneming is die in principe beslist over toelating(svoorwaarden) voor financiële instrumenten, is toelating van een dergelijk instrument niet mogelijk zonder instemming van de emittent ervan, of moet minstens voorafgaand het advies van de emittent gevraagd worden (art. 7 § 1 tweede lid WFT).

Op een beurs (“marktonderneming”) zoals Euronext<sup>9</sup>, die volgens een “order driven” systeem werkt, wordt de prijs waartegen een transactie in bv. aandelen afgehandeld wordt, bepaald door vraag en aanbod zoals die tot uitdrukking komen in een centraal orderboek. Orders worden ingebracht in het centrale orderboek, en uitgevoerd tegen die prijs die de uitvoering van het grootste aantal orders waarborgt. Daarbij gebeurt voor de meest liquide effecten een constante verhandeling, terwijl voor minder liquide effecten een zogenaamde “fixing” gebeurt, dat wil zeggen orders kunnen gedurende bepaalde periodes ingegeven worden, het orderboek wordt vervolgens tijdelijk afgesloten en er wordt een prijs bepaald waartegen die orders worden uitgevoerd, waarna het orderboek weer open gaat.

De koop-verkoop van “beursgenoteerde effecten”, preciezer, financiële instrumenten die tot de verhandeling op een gereguleerde markt zijn toegelaten, is evenwel niet steeds het gevolg het gevolg van een klassiek beursorder. Er zijn- om ons te beperken tot de mogelijkheden die op Euronext gelden- nog twee andere mogelijkheden: verhandeling bij wijze van *block orders*, d.w.z. pakketorders, waarbij een groot pakket aandelen verhandeld wordt via Euronext en volgens de marktregels van Euronext, maar niet via het centrale orderboek; en de “Over the counter” (OTC)-verhandeling, dat wil zeggen buiten de gereguleerde markt om. De bedoeling van de aparte regels over block trades is precies de aan- of verkoop van grote pakketten buiten het centrale orderboek en tegen een andere prijs toe te laten<sup>10</sup>. In wat volgt wordt enkel ingegaan op het voor particulieren relevante klassieke beursorder.

---

<sup>8</sup> Art. 144 WFT, waar Euronext Brussels van rechtswege erkend wordt, dus in de wet zelf, als marktonderneming waarvan de stat van herkomst België is.

<sup>9</sup> Sommige andere beurzen, zoals NYSE en de London Stock Exchange, werken volgens een “price-driven” systeem, waarin *market makers* bied- en laatprijzen aanbieden, tegen dewelke zij bereid zijn zelf transacties door te voeren, en op grond waarvan dan de koersen gevormd worden. Op Euronext kent men tevens “liquidity providers”, die een gelijkaardige functie als market makers vervullen, maar dat betekent niet dat Euronext een “price driven” systeem zou hanteren, want leden kunnen buiten de *liquidity providers* om transacties doorvoeren, tegen andere prijzen.

<sup>10</sup> J. MEYERS en D. BALLEGEER, “Euronext: structuur, werking en toezicht”, in *Financiële regulering: op zoek naar nieuwe evenwichten*, M. TISON, C. VAN ACKER, J. CERFONTAINE (eds.), Vol. II, Antwerpen, Intersentia, 2003, 312, nr. 30.



## 2. *Commissionairsdwang*

Artikel 24 van de WFT<sup>11</sup> bevat een regel die gewoonlijk wordt aangeduid als de regel van commissionairsdwang- omdat de regel in essentie de verplichting inhoudt voor effectentransacties beroep te doen op een tussenpersoon, en deze tussenpersoon doorgaans als commissionair wordt gekwalificeerd<sup>12</sup>. Het artikel bepaalt:

“De in België gevestigde beleggers moeten voor hun transacties in financiële instrumenten die zijn uitgegeven door ondernemingen en organismen naar Belgisch recht en zijn toegelaten tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt, een beroep doen op een gekwalificeerde tussenpersoon.

Het eerste lid is niet van toepassing :

1° op occasionele verrichtingen tussen particulieren;

2° op overdrachten van financiële instrumenten waaraan ten minste 10 procent van de stemrechten van de betrokken onderneming of het betrokken organisme zijn verbonden;

3° op overdrachten van stemrechtverlenende financiële instrumenten tussen ondernemingen waartussen nauwe banden bestaan;

4° op verrichtingen tussen compartimenten van eenzelfde instelling voor collectieve belegging bedoeld in boek III van de wet van 4 december 1990 op de financiële transacties en de financiële markten.

Op advies van de (CBFA) kan de Koning de professionele beleggers uit het toepassingsgebied van het eerste lid sluiten, in voorkomend geval onder de voorwaarden en binnen de grenzen die Hij bepaalt.”

Dit artikel verplicht een in België gevestigde belegger dus beroep te doen op een professionele bemiddelaar (“gekwalificeerde tussenpersoon”) in financiële instrumenten<sup>13</sup> voor transacties in die instrumenten, wanneer deze op een gereguleerde markt genoteerd zijn.

De opsomming van gekwalificeerde tussenpersonen vindt men in art. 2, 10° van de Wet Financieel toezicht. Samengevat gaat het om

- de kredietinstellingen naar Belgisch recht, of uit de Europese Economische Ruimte of derde staten en die in België beleggingsdiensten mogen verstrekken
- de beleggingsondernemingen naar Belgisch recht die over een vergunning beschikken als beursvennootschap, als vennootschap voor vermogensbeheer, als vennootschap voor makelarij in financiële instrumenten of als vennootschap voor plaatsing van orders in financiële instrumenten;
- de beleggingsondernemingen uit de Europese Economische Ruimte of uit een derde staat en die in België beleggingsdiensten mogen verstrekken

---

<sup>11</sup> Het principe stond reeds in vergelijkbare vorm in het Wetboek van Koophandel van 1808 en was ook vervat in artikel 2 van de wet van 6 april 1995, zie daarover J. CERFONTAINE en J. VREYS, “Bemiddeling bij transacties in financiële instrumenten”, *Bank Fin.* 1996, 352-361; A. VAN CAUWENBERGE, “Secundaire markten- algemene bepalingen- art. 2 W. 6 april 1995”, in *Financieel Recht. Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, losbladig, art. 2, 1-18.

<sup>12</sup> Zie bv. K. BYTTEBIER en PH. DELSAUT, “Analyse van de privaatrechtelijke regels inzake de overeenkomst tot uitvoering van een beursorder” in *Bankcontracten*, B. TILLEMEN (ed.), Brugge, Die Keure, 2004, 292; J. CERFONTAINE en J. VREYS, “Bemiddeling bij transacties in financiële instrumenten”, *Bank Fin.* 1996, 358; J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, Brussel, Bruylant, deel IV, tweede editie, 1988, 184, nr. 260.

<sup>13</sup> Opgesomd in art. 2, 2° van de Wet Financieel Toezicht.





- de beleggingsadviseurs die over een vergunning beschikken krachtens artikel 123 van de wet van 6 april 1995;
- de Europese Centrale Bank, de NBB en de andere centrale banken van de Lidstaten van de Europese Economische Ruimte
- de andere financiële tussenpersonen aangeduid door de Koning op advies van de (CBFA), in voorkomend geval voor de toepassing van de bepalingen die Hij aanwijst.

Deze bemiddelingsverplichting bestaat reeds sinds 1808, en was gekoppeld aan de in België traditioneel belangrijk geachte centralisatieverplichting (zie hieronder). Die laatste is echter vreemd aan de cultuur van de Anglo-Amerikaanse kapitaalmarkten en is, nadat er naar aanleiding van de invoering van de eerste ISD-Richtlijn al hevig over gediscussieerd was, gesneuveld in de tweede ISD-Richtlijn van 21 april 2004 en de wet van 2 augustus 2002 op het financieel toezicht. Terwijl vroeger de bemiddelingsdwang als een middel werd gezien om de centralisatieverplichting te helpen afdwingen, zijn beide regels nu dus van elkaar gekoppeld.

Merk op dat de plicht tot het beroep op een professioneel op de belegger rust. Deze zal moeten nagaan of de bemiddelaar op wie hij een beroep doet aan de wettelijke voorwaarden voldoet, en of de geplande transactie niet onder één van de uitzonderingen valt. Men mag aannemen dat iedereen die geen gekwalificeerd financieel tussenpersoon in de zin van de Wet Financieel Toezicht is, als belegger kan beschouwd worden.

Alleen de in België gevestigde belegger wordt gevisieerd. De vestiging is determinerend, niet de nationaliteit. Voor natuurlijke personen is de woonplaats determinerend om het vestigingsbegrip in te vullen, voor rechtspersonen is in de eerste plaats de zetel van belang, maar een rechtspersoon kan ook een secundaire vestiging in de vorm van een bijkantoor in België hebben, terwijl zijn zetel in het buitenland te situeren is. Men moet aannemen dat in dat geval alleen transacties die door het bijkantoor geïnitieerd worden onder de Belgische bemiddelingsdwang vallen<sup>14</sup>.

Onder de uitzonderingen is de eerste weliswaar zeer oud (zij bestaat minstens sinds 1935), maar het minst duidelijk geformuleerd. Zo is niet geheel duidelijk wie “particulieren” zijn. Vrij zeker is dat het om niet beroepsmatig handelende personen moet gaan. Aannemelijk is ook dat rechtspersonen nooit als particulier beschouwd kunnen worden<sup>15</sup>.

Wat de uitzondering betreft die slaat op transacties tussen ondernemingen waartussen nauwe banden bestaan, kan opgemerkt worden dat “nauwe banden” gedefinieerd is in art. 2, 15° van de Wet Financieel Toezicht. Het gaat om de banden bedoeld in artikel 11 tot 14 van het Wetboek van vennootschappen, hetgeen betekent dat de vennootschappen met elkaar verbonden moeten zijn (er bestaat een controle- of consortiumverhouding); of met elkaar geassocieerd (de ene kan een invloed van betekenis, al is het geen doorslaggevende invloed, op het beleid van de andere uitoefenen - weerlegbaar vermoeden vanaf een participatie van 20% van de stemrechten); of er bestaat een deelnemingsverhouding (de ene kan een invloed op de oriëntatie van het beleid van de andere uitoefenen, weerlegbaar vermoeden bij o.a. een participatie van 10% in het kapitaal).

---

<sup>14</sup> Aldus terecht, onder het regime van de wet van 6 april 1995, J. CERFONTAINE en J. VREYS, *o.c.*, 256.

<sup>15</sup> A. VAN CAUWENBERGE, *o.c.*, art. 2-12.





Onder de vroegere wetgeving bestond een uitzondering op de bemiddelingsdwang voor de openbare uitgifte van effecten. Deze uitzondering is afgeschaft. Merk overigens op dat de Wet van 22 april 2003 betreffende de openbare aanbiedingen van effecten<sup>16</sup>, die deze materie gecodificeerd heeft, in haar artikel 12 voorziet dat enkel de aldaar genoemde tussenpersonen mogen optreden als bemiddelaar in de zin van art. 5 van diezelfde wet wanneer eenieder of emittent effecten openbaar wil aanbieden. Deze bepaling verplicht emittenten evenwel niet om hun effecten steeds via een bemiddelaar aan te bieden. Zij houdt enkel in dat indien men tussenpersonen wil inschakelen bij de aanbieding, het om personen moet gaan die daartoe door art. 12 gemachtigd zijn.

### **3. Centralisatieverplichting: afgeschaft**

Onder het regime van de wet van 6 april 1995 gold naast de commissionairsdwang ook een zogenaamde centralisatieverplichting<sup>17</sup>, namelijk de principiële verplichting om transacties in effecten die op een gereglementeerde markt waren opgenomen, ook via een gereglementeerde markt te verhandelen. De toenmalige, eerste, ISD-richtlijn, bood EG-lidstaten de mogelijkheid dergelijke verplichting in te voeren<sup>18</sup>. De centralisatieverplichting stond evenwel internationaal sterk ter discussie, vooral omdat bepaalde financiële groepen zogenaamde *multilateral trading facilities* willen opzetten, zijnde alternatieve verhandelingsystemen tegenover de klassieke beurzen die de voornaamste gereglementeerde markten blijven vormen. Daarenboven willen diezelfde financiële groepen ook aan internalisatie van orders doen, dat wil zeggen orders van een cliënt uitvoeren tegenover corresponderende orders van een andere cliënt, of van de financiële tusepersoon zelf.

In anticipatie op de toen nog niet definitief vastgelegde tweede ISD-Richtlijn heeft de Belgische wetgever de centralisatieverplichting niet behouden in de Wet Financieel Toezicht. De vroegere koppeling tussen centralisatieverplichting en commissionairsdwang is dus verlaten. Wel heeft de wetgever de Koning gemachtigd om de verplichting onder bepaalde voorwaarden weer in te voeren<sup>19</sup>, hetgeen vooral verklaard kan worden doordat op het moment van afwerking van de Wet Financieel Toezicht nog niet duidelijk was of op Europees niveau de mogelijkheid tot behoud van de centralisatieverplichting volledig zou afgeschaft worden.

Zowel in het kader van de nieuwe ISD-Richtlijn<sup>20</sup> als in het kader van de Wet Financieel Toezicht, heeft men het nuttiger geacht de regel van “best execution”<sup>21</sup> aan te scherpen, in plaats van de centralisatieverplichting te behouden<sup>22</sup>. Men ziet in de best execution-regel dus

---

<sup>16</sup> B.S. 27 mei 2003.

<sup>17</sup> Zie art. 37 W. 6 april 1995.

<sup>18</sup> Zie art. 14 (3) van Richtlijn 93/22/EEG, die ondertussen afgeschaft is door de nieuwe ISD Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004, *Pb.* L.145, 1.

<sup>19</sup> Zie art. 11 WFT.

<sup>20</sup> Een bepaling als het vroegere art. 14 van de eerste ISD is niet meer opgenomen in Richtlijn 2004/39/EG van 21 april 2004, *Pb.* L.145, 1.

<sup>21</sup> Zie nu art. 26, 8° Wet Financieel Toezicht: de financiële tussenpersonen moeten “de orders van hun cliënten behandelen en uitvoeren in het beste belang van deze cliënten en met inachtneming van hun specifieke onderrichtingen, teneinde het best mogelijke resultaat te bekomen op het gebied van prijs, kosten en snelheid en probabiliteit van uitvoering, rekening houdend met het tijdstip, de aard en de omvang van het betrokken order en de staat van de relevante markten”.

<sup>22</sup> Vroeger bestond er wel een weerlegbaar vermoeden dat wanneer de bemiddelaar de transactie op een gereglementeerde markt volgens het beursreglement uitvoerde, hij voldaan had aan de vereiste van “best



een efficiëntere bescherming van de belegger dan in de centralisatieverplichting. De regel beperkt bovendien en vooral de concurrentie tussen verhandelingsystemen en markten niet, zoals de centralisatieverplichting dat wel deed.

### **C. CLEARING EN SETTLEMENT IN VOGELVLUCHT**

De verhandeling van effecten kan in drie fasen opgedeeld worden: de eigenlijke verhandeling (*trade*), de bevestiging (*confirmation*), de *clearing* (verrekening), en de *settlement* (levering/afwikkeling). Onmiddellijk mag opgemerkt worden dat de terminologie in de praktijk onvast is: *clearing* en *settlement* worden vaak door elkaar gebruikt of niet van elkaar onderscheiden. Heel vaak wordt *clearing* als overkoepelende term gebruikt. Niettemin is het niet ongebruikelijk, en het meest duidelijk, de volgende onderscheiden te hanteren.

#### **1. trade en bevestiging ervan**

Beleggers geven koop- en verkoop-orders via financiële tussenpersonen, waarbij zij in contact komen met de commerciële arm van die tussenpersoon, bv. bank of beursvennootschap. Dit “front office” geeft het order door aan de “back office”, dat wil zeggen de administratieve organisatie achter het naar buiten toe zichtbare commerciële netwerk. Het back office zal ervoor (proberen) zorgen dat het order correct wordt uitgevoerd. De koop-verkoop komt dan tot stand, burgerrechtelijk normalerwijze definitief. Niettemin is het gebruikelijk dat het order achteraf bevestigd wordt. Dat wil zeggen dat aan de cliënt in beginsel schriftelijk medegedeeld wordt of en hoe het order is uitgevoerd, bv. voor welke prijs, voor hoeveel aandelen, op welke markt, enz. Deze “confirmation” heeft in de meeste gevallen slechts een administratieve draagwijdte<sup>23</sup>, aangezien de “trade” zelf reeds juridisch tot stand is gekomen. Niettemin is het meestal de bedoeling van de confirmation de cliënt nog te laten reageren. De *confirmation* gebeurt soms elektronisch en zelfs automatisch, in andere gevallen per fax of per telefoon. Het is de bedoeling dat de *confirmation* snel na de eigenlijke trade gebeurt. De marktregels van Euronext maken bevestiging verplicht<sup>24</sup>.

#### **2. clearing of verrekening**

Met *clearing* bedoelt men het bepalen van de verplichtingen van de partijen op basis van hun bevestigde orders. Er zal bepaald worden wie hoeveel moet betalen aan wie, en hoeveel effecten met welke kenmerken op welk tijdstip geleverd zullen moeten worden. De eigenlijke betaling en levering van de effecten gebeurt dan in uitvoering van de *clearing*, en wordt *settlement* genoemd.

*Clearing* gebeurt door een *clearing house* of verrekeningsinstelling, door de wet van 2 augustus 2002 op het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten omschreven als

---

execution”: art. 36 § 3 W. 6 april 1995 en Gent, 23 mei 1997, *Bank Fin.* 1997, 662, noot M. TISON; *T.B.H.* 1998, 248.

<sup>23</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 383, nr. 456.

<sup>24</sup> Zie regel 4501, lid 2, “bevestiging”, van de marktregels van Euronext Brussels, goedgekeurd bij M.B. van 19 maart 2003, *B.S.* 14 mei 2003, over bevestiging door Euronext aan de tegenpartijen: “Nadat een order volledig of gedeeltelijk is uitgevoerd, sturen de Euronext marktondernemingen een bevestiging van uitvoering aan de betrokken tegenpartijen. Indien een gedeelte van het order niet is uitgevoerd, wordt dit in de bevestiging vermeld”.



(art. 2, 16°): “instelling die de omzetting in een netto schuldvordering verzekert door schuldvernieuwing of door verrekening van wederzijdse vorderingen die het gevolg zijn van verrichtingen op financiële instrumenten of termijnverrichtingen op deviezen”.

Clearing kan vooreerst op bruto-basis gebeuren. Dit houdt dan in dat de verplichtingen van de partijen individueel en voor elke verrichting apart worden berekend. Vaak gaat dit gepaard met “real time gross settlement”, waarbij ook de levering van effecten en corresponderende betalingen onmiddellijk gebeurt, voor elke verrichting apart. Clearing en settlement gebeuren dan quasi-simultaan.

Wanneer de clearing daarentegen op een netto-basis gebeurt, vindt er netting plaats: er vindt schuldvergelijking<sup>25</sup> plaats tussen de rechten en verplichtingen die een partij heeft tegenover andere deelnemers aan het systeem, zodat alleen het saldo verschuldigd is en in de settlement-fase zal geleverd worden. Meestal gebeurt die netting niet continu, maar één of meer keren per dag.

Voor effectentransacties fungeert de clearinginstelling tegenwoordig meestal ook als centrale tegenpartij (“central counterparty”). Er vindt meer bepaald een dubbele novatie<sup>26</sup> plaats: de verbintenis van de koper wordt overgenomen door de vereffeningsinstelling, en wordt tot een eigen verbintenis van de vereffeningsinstelling, en hetzelfde gebeurt met de verbintenissen van de verkoper. Met andere woorden, de koper en verkoper hebben geen rechtstreekse relatie met elkaar, maar enkel een relatie met de centrale tegenpartij. Op die manier wordt het risico dat de tegenpartij zijn verbintenissen niet nakomt, overgenomen door de vereffeningsinstelling.

Voor transacties “op de beurs” is het gebruik van een centrale tegenpartij verplicht gemaakt door art. 2, van het K.B. van 18 augustus 1999<sup>27</sup>, dat bepaalt dat het verrekeningsorganisme minstens een aantal verrichtingen (lees: prestaties; functies) moet uitvoeren, waaronder “4° zich als rechtstreekse tegenpartij opstellen tussen het Lid-verrekenaar van de koper en deze van de verkoper en zo de goede afloop van de posities<sup>28</sup> garanderen. Die garantie van goede afloop waarborgt aan de koper de levering van de financiële instrumenten of, in voorkomend geval, een compenserende vergoeding voor de gekochte en niet-geleverde financiële

---

<sup>25</sup> Voor de civilist bestaat de moeilijkheid erin dat de netting doorgaans multilateraal gebeurt, terwijl de Code civil als voorwaarde voor schuldvergelijking voorziet dat het om wederzijdse verbintenissen gaat. Zie de opmerkingen over het probleem bij V. SIMONART, “Le clearing et le netting, notions fondamentales”, *Bank Fin.* 1994, (121), 126, nr. 26 en de uitgebreidere bespreking met verwijzingen naar de Franse literatuur bij H. DE VAUPLANE en J.-P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, Paris, Litec, 1998, 501-503, nrs. 593-94

<sup>26</sup> De precieze burgerrechtelijke analyse van transacties die over een centrale tegenpartij verlopen is geen sinecure. Zo is het ook onzeker of er wel novatie in de betekenis van de Code civil plaatsvindt (zie o.m. V. SIMONART, *o.c.*, 129, nr. 40.). Zeker is dat er novatie in de Anglo-Amerikanse zin gebeurt, namelijk het vervangen van het ene contract door een ander. Maar uit het clearingreglement van Clearnet lijkt vrij duidelijk te volgen dat deze organisatie beoogt een novatie naar Frans (en Belgisch) recht teweeg te brengen wanneer zij optreedt als centrale tegenpartij, zie hierover art. 1.3.5.3 van het reglement van Clearnet, zoals besproken bij T. BONNEAU en F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, Paris, Economica, 2001, nr. 860. het reglement bepaalt dat “la transaction d’origine fait l’objet d’une novation et Clearnet intervient aux droits et obligations découlant” uit deze transactie, “à la place des contrats parties d’origine”; en vooral: “les contreparties d’origine qui soumettent une transaction à Clearnet en vue de sa compensation acceptent, par voie de conséquence, cette novation”; er wordt aan toegevoegd dat de oorspronkelijke partijen geen verhaal tegenover elkaar hebben.

<sup>27</sup> B.S 8 september 1999.

<sup>28</sup> Gedefinieerd als “het door het verrekeningsorganisme verkregen saldo na de verrekening, per rekening, van al de transacties in éénzelfde financieel instrument en met éénzelfde vermoedelijke afwikkelingsdatum”: art. 1, 7° van het K.B. van 18 augustus 1999.



instrumenten, en aan de verkoper de storting in speciën voor de levering van de verkochte financiële instrumenten”.

De verrekeningsinstelling garandeert dus in wezen de goede afloop van de levering van de financiële instrumenten en corresponderende betalingen, ook al gebeuren die betalingen via een andere organisatie, de settlement of vereffeningsorganisatie. Euronext heeft gekozen voor de Franse vennootschap Clearnet S.A. (waarin Euronext 80% aandeelhouder is) als verrekeningsinstelling<sup>29</sup>. Als vereffeningsorganisatie is geopteerd voor het Belgische Euroclear NV (zie verder). De relaties tussen Euroclear en Clearnet zijn contractueel vastgelegd. Uiteraard kan de settlement-organisatie slechts handelen indien zij de nodige instructies van de clearingorganisatie ontvangt, en art. 2, 8° van het voormelde K.B. van 18 augustus 199 bepaalt dan ook dat het clearing house de afwikkelingsinstructies vaststelt en verzendt naar het afwikkelingsorganisme.

Uiteraard gaan er, gezien de garantie van goede afloop, risico's gepaard met het optreden als centrale tegenpartij, vandaar dat dergelijke instantie niet alleen aan bepaalde kapitaalvereisten moet voldoen, maar bovendien het recht en de plicht heeft om van de financiële tussenpersonen die op haar een beroep doen storting te vragen van minimale dekkingen, zogenaamde “margins” die als zekerheid dienen voor het geval verplichtingen niet zouden nagekomen worden<sup>30</sup>. Daarnaast genieten de verrekeningsinstellingen en vereffeningsinstellingen van voorrechten op bepaalde bij hen door aangesloten leden (financiële tussenpersonen) gedeponeerde gelden en effecten, welke voorrechten soepeler kunnen te gelde gemaakt worden dan onder het gemeen recht (zie art. 31 § 2 en van de wet van 2 augustus 2002 op het toezicht op de financiële sector)<sup>31</sup>.

### **3. settlement**

Settlement is de afwikkeling van de transactie, dat wil zeggen de levering van de effecten en de betaling van de prijs. Settlement gebeurt door de vereffeningsinstelling op basis van de instructies die zij ontvangt van een verrekeningsinstelling. Zoals gezien is de vereffeningsorganisatie van Euronext het Belgische Euroclear NV, terwijl de verrekeningsinstelling het Franse Clearnet S.A. is.

Meestal vindt de levering van de effecten gelijktijdig met de betaling ervan plaats, men spreekt dan van *delivery versus payment, DVP*. In sommige gevallen gebeurt evenwel helemaal geen betaling, bv. wanneer de effecten in pand gegeven worden, in welk geval men wel eens van *delivery free of payment* spreekt<sup>32</sup>.

De levering van de effecten gebeurt zelden fysiek, maar daarentegen via opeenvolgende crediteringen en debitering van effectenrekeningen, waarin die effecten zijn opgenomen. Eerst worden de nodige boekingen (“book entries”) gedaan op de rekeningen van de financiële tussenpersonen bij de vereffeningsinstelling, vervolgens op de rekeningen van de cliënten van de financiële tussenpersonen. Inderdaad worden de effecten vervangbaar of fungibel gemaakt door opname in effectenrekeningen, om zo hun verhandeling op gereguleerde markten te bevorderen. Op dit systeem wordt in de volgende afdeling ingegaan.

---

<sup>29</sup> Een M.B. van 20 maart 2003 (B.S. 13 mei 2003) keurt de verrekeningsregels goed die Clearnet voor Euronext hanteert.

<sup>30</sup> Zie onder meer art. 2, 6° van het vermeldde K.B. van 18 augustus 1999.

<sup>31</sup> Hierover M. VAN DER HAEGEN en A. FONTAINE, “Les dispositions de la loi du 2 août 2002 en matière de compensation et de liquidation d’opérations sur instruments financiers”, *Bank Fin. R.* 2003, (69), 75-78.

<sup>32</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 386, nr. 459.



## **D. IMMOBILISATIE VAN EFFECTEN: K.B. NR. 62**

### **1. Inleiding: vervangbaarheid van effecten onder het systeem van het K.B. nr. 62**

Aandelen worden in de meerderheid van de gevallen niet fysiek bijgehouden door de uiteindelijke belegger die hen heeft aangekocht. Daarmee wordt niet enkel bedoeld dat papieren toonderstukken eerder in een bankkluis dan bij de belegger thuis zullen bewaard worden<sup>33</sup>, maar vooral dat de meeste aandelen op een effectenrekening geboekt staan<sup>34</sup>.

Veruit de belangrijkste reden voor het bestaan van dit systeem is dat het de circulatie van effecten sterk vergemakkelijkt. Vooral wanneer effecten beursgenoteerd zijn, zou het quasi-onmogelijk zijn om de verhandelde effecten tijdig, overeenkomstig de toepasselijke reglementering en contracten, te leveren. Op de meeste markten geldt ook vandaag nog dat levering van de effecten drie dagen na de transactie dient te gebeuren, de zogenaamde T+3-regel<sup>35</sup>. Dit systeem is, ook in een nationale context maar zeker in internationale verhoudingen, niet werkbaar indien de effecten fysiek van koper naar verkoper moeten overgaan, normalerwijze mits de tussenkomst van minstens één en vaak een ganse ketting tussenpersonen. Dit klemt des te sterker nu het niet uitzonderlijk is effecten op éénzelfde dag te kopen en weer verder te verkopen.

Vandaar de creatie van effectenrekeningen, waarin de effecten opgenomen worden. Door deze opname in wat als een rekening-courant wordt beschouwd, worden de effecten vervangbaar, en kunnen zij langs girale weg, dus mits overschrijving, circuleren, dat wil zeggen overgaan van koper op verkoper, in pand gegeven worden, etc.

Men moet in dat verband twee mogelijkheden onderscheiden. Aandelen kunnen gedematerialiseerd zijn, hetgeen betekent dat zij nooit materieel, fysiek bestaan hebben of gedrukt zijn: zij zijn van in den beginne op rekening gecreëerd, en worden ook via rekeningen overgedragen. De creatie van gedematerialiseerde aandelen is in het Wetboek van vennootschappen voorzien in de artikelen 468-475<sup>36</sup>. In werkelijkheid kunnen tot op heden in

---

<sup>33</sup> Hoewel de praktijk regelmatig geconfronteerd wordt met aandelen waarvan de producent beweert dat zij op zolder of onder een matras gevonden zijn.

<sup>34</sup> Volgens een bericht in de *Financieel-Economische Tijd* (1 maart 2003) zou de fysieke levering van papieren toonderaandelen een zeldzaamheid aan het worden zijn zijn: in België zou 90% van de effectentransacties via een effectenrekening plaatsvinden. Alleen voor kasbons, staatsbons en euro-obligaties zou papieren levering van toondereffecten de voorkeur van de (particuliere) belegger genieten.

<sup>35</sup> Soms gelden kortere leveringstermijnen, zelfs levering de dag zelf, hetgeen dan T+0 is.

<sup>36</sup> Daarover M. TISON, "De uitgifte van gedematerialiseerde vennootschapseffecten" in *Het gewijzigde vennootschapsrecht 1995*, H. BRAECKMANS en E. WYMEERSCH (eds.), 1995, 227-261; C. SUNT "Dematerialisatie van vennootschapseffecten", in *De gewijzigde vennootschapswet 1995*, K. BYTTEBIER, R. FELTKAMP, A. FRANÇOIS (eds.), Antwerpen, Kluwer, 1996, 425-468; J. TYTECA, "De dematerialisatie van aandelen en obligaties", in *De nieuwe vennootschapswetten van 7 en 13 april 1995*, JAN RONSE INSTITUUT (ed.), Kalmthout, Biblio, 1995, 61-91.



België geen gedematerialiseerde aandelen<sup>37</sup> uitgegeven worden, omdat de noodzakelijke uitvoerings-K.B.'s nog steeds ontbreken.

In België kent men wel al sinds 1967 een systeem van fungibele effecten: de effecten, of één verzameleffect, worden op papier gecreëerd, en vervolgens gedeponerd bij een bewaarnemer, die de effecten vervolgens op rekening boekt, waardoor zij fungibel, vervangbaar worden. Dit systeem wordt geregeld door het K.B. nr. 62 ter bevordering van de omloop van financiële instrumenten, van 10 november 1967, dat na de talrijke wijzigingen vanaf het midden van de jaren 1990 en laatst door de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, gecoördineerd werd door een K.B. van 27 januari 2004<sup>38</sup>. Systemen zoals gecreëerd door het K.B. nr. 62 noemt men ook wel systemen van “immobilisatie” of “scripturalisatie” van effecten.

Merk tenslotte op dat aandelen, ook al worden ze nog materieel uitgegeven, vaak in de vorm van een “global note” worden uitgegeven, dus als één verzameleffect dat dan onmiddellijk gedeponerd wordt bij een bewaarnemer en dat de verschillende aandelen die bij die uitgifte in het leven geroepen zijn, vertegenwoordigt.

Een toonderaandeel in een Belgische N.V. is bij zijn creatie niet fungibel<sup>39</sup>: het moet een volgnummer hebben (art. 460 lid 2 W. Venn.)<sup>40</sup>, of geïdentificeerd worden door een code in geval van beursnotering. Voor aandelen die opgenomen zijn op een gereguleerde markt, verplicht art. 22 § 10<sup>o</sup> de aandelen van éénzelfde categorie, met het oog op de notering eenzelfde nummer te geven.

Wanneer een aandeel wordt opgenomen in het systeem van het K.B. nr. 62, betekent dit uiteraard niet dat het zijn nummer verliest. Wel wordt bij de verhandeling geen rekening gehouden met dit nummer, en wordt het aandeel daardoor fungibel gemaakt. Artikel 6 van het K.B. nr. 62 vermeldt duidelijk dat de in het systeem opgenomen financiële instrumenten vervangbaar zijn en voegt eraan toe: “de overschrijving van rekening naar rekening (...) geeft geen aanleiding tot opgave van nummers(...)”. Het ganse systeem waarbij aandelen met een nummer fungibel worden gemaakt is mogelijk omdat zaken niet alleen fungibel van nature kunnen zijn, maar het ook kunnen worden tengevolge van een overeenkomst<sup>41</sup>.

Aangezien de in bewaring gegeven aandelen fysiek blijven bestaan, met al hun kenmerken, heeft de opname van aandelen in het systeem van het KB nr. 62 geenszins de creatie van een nieuwe soort aandelen (naast de aandelen aan toonder en op naam) tot gevolg.<sup>42</sup>

---

<sup>37</sup> Wel bestaat sinds 1991 een regeling over de uitgifte van gedematerialiseerde schuldtitels, namelijk wat de overheid betreft schatkistcertificaten, wat de privé-sector betreft zogenaamd *commercial paper*, meer bepaald depositobewijzen (kredietinstellingen) en thesauriebewijzen (andere rechtspersonen), zie de wet van 2 januari 1991 betreffende de markt van effecten van de overheidsschuld en het monetair beleidsinstrumentarium, en de wet van 22 juli 1991 betreffende de thesauriebewijzen en de depositobewijzen.

<sup>38</sup> B.S. 23 februari 2002.

<sup>39</sup> Hetzelfde geldt uiteraard voor een naamsaandeel, dat niet fysiek bestaat en wiens bestaan blijkt uit de oprichtingsakte of het aandelenregister.

<sup>40</sup> Dit feit werd genegeerd in Brussel 22 januari 1963, *Pas.* 1964, II, 188, waar ten onrechte geoordeeld werd dat aandelen aan toonder van eenzelfde categorie fungibele zaken waren. Zie de terechte afkeuring bij G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen, Intersentia, 253, voetnoot 253.

<sup>41</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 269, met verwijzing naar het verslag aan de Koning bij het KB nr. 62.

<sup>42</sup> C. SUNT, *l.c.*, 432, nr. 8.





## 2. Institutioneel kader

De vereffening van beursorders langs girale weg, veronderstelt een centrale instelling bij wie de effecten gedeponereerd zijn en via dewelke zij middels overschrijving getransfereerd worden, tengevolge van dienovereenkomstige opdrachten vanwege de bij die centrale instelling aangesloten leden.

In België trad oorspronkelijk de “interprofessionele effecten Giro-en depositokas” (CIK) als centrale vereffeninginstelling op<sup>43</sup>. Het ging om een privé-initiatief van 47 banken die het CIK op 26 maart 1968 in de vorm van een handelsvennootschap oprichtten. De rol van deze organisatie werd, evenals haar statuten, officieel erkend, door een K.B. van 1 april 1968, op basis van het oorspronkelijke art. 1 § 1 van het K.B. nr. 62 volgens hetwelk de Koning een “interprofessioneel organisme kon erkennen dat de omloop verzekert door overschrijving tussen de rekening-couranten van zijn aangesloten leden, van de door deze laatsten gestorte effecten”. Tengevolge van het K.B. van 1 maart 1968 kreeg de CIK een monopolie voor de omloop van effecten zoals opgesomd in het K.B. nr. 62<sup>44</sup>.

De monopoliepositie van het CIK kaderde niet langer in de evoluties op Europees vlak en de herziening van de ISD-richtlijn in het bijzonder<sup>45</sup>, noch spoorde zij goed met de creatie van Euronext. Door de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten, werd de materie nieuw geregeld<sup>46</sup>. De CIK is voortaan slechts één van de meerdere mogelijke “vereffeninginstellingen”, zijnde een “instelling die de vereffening verzekert van orders van overdracht van financiële instrumenten, van rechten met betrekking tot deze financiële instrumenten of van termijnverrichtingen op deviezen, met of zonder afwikkeling in contanten”<sup>47</sup>. Onder andere “de instellingen die als centraal depositaris erkend zijn krachtens het K.B. nr. 62” kunnen als vereffeninginstelling optreden<sup>48</sup>.

Bij K.B. van 22 augustus 2002<sup>49</sup> werden twee instellingen als centraal depositaris erkend, nl. CIK en de N.V. Euroclear Bank<sup>50</sup>. Euroclear treedt immers op als –enige– vereffeninginstelling voor Euronext, tengevolge van een overeenkomst met Euronext in die zin dd. 24 juli 2001. Euroclear vervangt daarbij de CIK, en de vroegere Nederlandse en Franse vereffeninginstellingen (Negicef en Sicovam). De CIK is nochtans blijven bestaan, en hoewel Euroclear Bank zoals gezegd erkend is als vereffeninginstelling en centraal depositaris, blijft de CIK volgens de overeenkomst van 24 juli 2001 instaan voor de bewaring

---

<sup>43</sup> Over ontstaan en evolutie van het CIK, zie kort J. CERFONTAINE, “Effectenbewaarneming door financiële instellingen” in B. TILLEMANS en B. DU LAING (eds.), *Bankcontracten*, Brugge, Die Keure, 2004, 507-09.

<sup>44</sup> J. CERFONTAINE, *l.c.*, 508, nr. 82 in fine.

<sup>45</sup> Daarover de zeer heldere bijdrage van D. BALLEGEER, “The Revised Investment Services Directive”, *Bank Fin. R.* 2003, 171-184.

<sup>46</sup> Zie over de impact van deze wet op clearing en settlement M. VAN DER HAEGEN en A. FONTAINE, “Les dispositions de la loi du 2 août 2002 en matière de compensation et de liquidation d’opérations sur instruments financiers”, *Bank Fin. R.* 2003, 69-84.

<sup>47</sup> Art. 2, 17° Wet 2 augustus 2002.

<sup>48</sup> Art. 23 § 1, 3° Wet 2 augustus 2002.

<sup>49</sup> K.B. 22 augustus 2002 tot vaststelling van de datum van inwerkingtreding van de wet van 1 augustus 2002(...), *B.S.* 4 september 2002.

<sup>50</sup> Voor een voorstelling van Euroclear vanuit commercieel oogpunt, zie P. HAVELANGE, “Euroclear façonne le futur du règlement-livraison en Europe”, *Bank Fin.* 2003, 288, waaruit o.m. blijkt dat Euroclear Bank N.V. voor 84 % in handen is van het Britse Euroclear plc.





van een aantal effecten, voor zover dat nodig is voor de activiteit van afhaling en fysieke bewaring voor rekening van het privé-cliënteel<sup>51</sup>.

### 3. Terminologie in het K.B. nr. 62

Om verwarring te vermijden zal in de navolgende tekst de terminologie van het K.B. nr. 62 overgenomen worden, ook al is die terminologie misschien niet de meest duidelijke, gebruikelijke of zelfs juiste.

De “*vereffeningsinstelling*” staat aan de top van de piramide of is, misschien juister verbeeld, de spin in het spinnenweb. Zij zorgt voor de afwikkeling, in de zin van settlement, van de verrichtingen, door ervoor te zorgen dat effecten geleverd worden en de prijs betaald wordt. Artikel 1, 1° van het K.B. nr. 62 definieert hen als “De instelling of instellingen die door de Koning zij erkend als centrale depositaris voor financiële instrumenten, zoals gedefinieerd in artikel 2 (...)”. Zoals gezien heeft Euroclear op basis van een overeenkomst met Euronext een quasi-monopolie voor transacties op Euronext, en is Euroclear door de Koning erkend als centraal depositaris.

Het woord “*centraal*” *depositaris* brengt de wens van de markten en van de wetgever tot uiting om de effecten inderdaad zoveel mogelijk centraal te bewaren, althans in een effectenrekening op te nemen (de fysieke stukken worden niet noodzakelijk bewaard bij de instelling bij wie ze op een effectenrekening geboekt staan): eindbeleggers deponeren hun aandelen bij een financiële tussenpersoon, die aangesloten lid is bij een vereffeningsinstelling waar ze door dit aangesloten lid gedeponerd worden op een effectenrekening.

De tussenkomst van een centrale vereffeningsinstelling is natuurlijk ook noodzakelijk omdat niet alle eindbeleggers hun aandelen bij eenzelfde “aangesloten lid” deponeren. Wanneer een aandelenoverdracht moet gebeuren tussen twee beleggers die bij eenzelfde aangesloten lid hun aandelen in bewaring hebben gegeven, kan dit gebeuren zonder tussenkomst van de vereffeningsinstelling, via creditering en debitering van de rekeningen die bij dat aangesloten lid door de deponenten worden aangehouden. Dit geldt ook wanneer het aangesloten lid de effecten verder in bewaring heeft gegeven bij de vereffeningsinstelling of een ander aangesloten lid<sup>52</sup>.

Wanneer daarentegen twee eindbeleggers, zoals zeer vaak voorkomt, hun effecten niet bij éénzelfde “aangesloten lid” hebben gedeponerd, dan is de tussenkomst van een centraal vereffeningstelsel nodig om de transacties tussen de twee aangesloten leden te laten gebeuren. Er gebeurt dan een boeking zowel op de rekeningen van de aangesloten leden bij de vereffeningsinstelling als in de rekeningen die overdrager en overnemer bij “hun” aangesloten lid voeren.

Euroclear houdt zich niet bezig met de clearing, dus het bepalen van de posities van de partijen en het optreden als centrale tegenpartij. Dit gebeurt op Euronext door de Franse vennootschap Clearstream, wiens clearingsysteem dan ook aan Frans recht onderworpen is.

De “*aangesloten leden*” zijn blijkens art. 1, 2° de instellingen die krachtens de regels van toepassing op het vereffeningsstelsel van de vereffeningsinstelling, gemachtigd zijn

<sup>51</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *o.c.* 388, nr. 461.

<sup>52</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel*, *o.c.*, 264, nr. 283.



effectenrekeningen bij deze laatste aan te houden. Het kan bv. om kredietinstellingen of beursvennootschappen gaan.

De eindbelegger wordt door het K.B. nr. 62 als “*deponent*” dan wel als “*eigenaar*”(bv. artt. 11 en 13) aangeduid. Hierin schuilt een zekere dubbelzinnigheid. Met eigenaar wordt, zo mag men aannemen, alleen de werkelijke eigenaar bedoeld, terwijl deponent niet alleen kan slaan op de eindbelegger die zijn aandelen bij een aangesloten lid plaatst, maar ook op dat aangesloten lid die de effecten deponereert bij de vereffeningsinstelling.

#### **4. K.B. nr. 62-toepassingsgebied qua effecten**

Blijkens art. 2 van het K.B. nr. 62 mag elke centrale depositaris (en daarnaast ook de Nationale Bank van België) alle financiële instrumenten<sup>53</sup> in deposito ontvangen, ongeacht of deze instrumenten gematerialiseerd dan wel gedematerialiseerd zijn, en ongeacht of het gaat om instrumenten aan toonder, aan order of op naam<sup>54</sup>. Ook effecten die niet naar Belgisch recht werden uitgegeven kunnen aldus in deposito worden gegeven<sup>55</sup>. Wat effecten betreft die wel naar Belgisch recht zijn uitgegeven, zullen in feite vooral toonderstukken in het systeem worden opgenomen<sup>56</sup>.

Dit zeer ruime toepassingsgebied qua effecten wordt evenwel onmiddellijk in belangrijke mate ingeperkt: de effecten inzake de overheidsschuld (wet 2 januari 1991), de deposito- en thesauriebewijzen (wet 22 juli 1991) en de gedematerialiseerde vennootschapsaandelen, vallen niet onder het toepassingsgebied van het K.B. Dit laatste wekt verwondering, aangezien het systeem van het K.B. nr. 62 tot algemene tevredenheid lijkt te functioneren, en men dus niet begrijpt waarom de toekomstige gedematerialiseerde vennootschapsaandelen uitgesloten moeten worden<sup>57</sup>, temeer daar het verschil tussen gedematerialiseerde aandelen en aandelen die vervangbaar zijn gemaakt door opname in een effectenrekening, zich bijna uitsluitend op het vlak van de uitgifte (creatie) van die aandelen situeert.

#### **5. Bewaargeving**

##### *a. instemming van eigenaar, niet van de emittent*

Hoe komt een effect in het systeem van het K.B. nr. 62 terecht, meer bepaald, hoe wordt het fungibel gemaakt?

---

<sup>53</sup> Althans deze bedoeld in art. 2, 1° van de wet van 2 augustus 2002.

<sup>54</sup> Indien naamseffecten worden opgenomen, wordt blijkbaar een certificaat van deze aandelen, die immers niet materieel bestaan, bij de vereffeningsinstelling gedeponereerd: J. CERFONTAINE, *o.c.*, 510, nr. 85.

<sup>55</sup> Dit kan men afleiden uit de woorden “welke ook de vorm weze waaronder deze effecten volgens de op hen toepasbare wet worden uitgegeven”.

<sup>56</sup> C. SUNT, *l.c.*, 431, nr. 6. Indien effecten op naam worden opgenomen, dan worden de aandelen ingeschreven op naam van de vereffeningsinstelling (*ibidem*, nr. 7).

<sup>57</sup> De reden blijkt te zijn dat de wetgever dacht dat onderwerping van de gedematerialiseerde vennootschapseffecten aan een eigen (nog uit te werken maar heden nog niet uitgewerkt) systeem, onderwerping aan het K.B. nr. 62 overbodig maakte. De wetgever heeft daarbij uit het oog verloren dat immobilisatie en dematerialisatie twee onderscheiden processen zijn, waarbij het nuttig kon geweest zijn de relatie tussen de eigenaar van een gedematerialiseerd effect en de tussenpersoon, aan het KB nr. 62 te onderwerpen, zie B. SERVAES, “Het immobiliseren van effecten: het Belgisch juridisch kader”, in *Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999*, Kalmthout, Biblio, 2000, 519.



Er zijn in wezen twee mogelijkheden. De eerste is dat de aandelen materieel in handen zijn van een belegger, die ze in open bewaring geeft bij een financiële tussenpersoon, bv. zijn kredietinstelling. In dat geval bepalen de algemene voorwaarden van de tussenpersoon meestal dat de cliënt door de effecten in bewaring te geven, meteen ook zijn instemming geeft om de effecten te laten opnemen op een effectenrekening bij een professionele organisatie, waar zij aan een systeem van vervangbaarheid onderworpen worden. Tegelijk bepalen de algemene voorwaarden dat de cliënt de op deze bewaarnemers toepasselijke wetten en reglementen aanvaardt, ook wanneer de bewaarnemer in het buitenland gesitueerd is<sup>58</sup>.

Dergelijke bepalingen in de algemene voorwaarden zijn nodig, want wanneer een cliënt zijn effecten in open bewaring geeft, mag de bewaarnemer deze niet in een systeem van vervangbaarheid opnemen zonder toestemming van de deponent<sup>59</sup>. Deze laatste kan overigens steeds materiële levering van zijn effecten eisen<sup>60</sup>, in de praktijk voor zover hij bereid is de bijkomende kosten die voor dergelijke fysieke levering aangerekend worden, opnieuw krachtens algemene voorwaarden, te betalen.

Vaak zullen effecten evenwel reeds opgenomen zijn in een systeem van vervangbaarheid op het moment dat een eindbelegger hen verwerft. In dat geval is zijn toestemming niet nodig om de effecten verder in het systeem te behouden.

Wanneer vervangbare effecten zijn opgenomen in een gereguleerde markt, zijn de financiële tussenpersonen overigens verplicht transacties in deze instrumenten langs girale weg af te wikkelen<sup>61</sup>.

De instemming van de *emittent* is niet vereist om de effecten te laten opnemen in het systeem van vervangbaarheid voorzien bij K.B. nr. 62. Maar in de praktijk wordt de emittent doorgaans ingelicht over de opname van de effecten in het systeem<sup>62</sup>, om de praktische afwikkeling van bepaalde verrichtingen, zoals het uitbetalen van dividenden, bonusaandelen, liquidatiesaldo's enz. niet in het honderd te sturen.

#### *b. keten van bewaargevingen- toepasselijkheid van het KB nr. 62*

Het depot van de financiële instrumenten bij de vereffeninginstelling/centrale depositaris heeft tot gevolg dat zij worden opgenomen in een *rekening-courant*, meer bepaald (vanzelfsprekend) op de creditzijde. Deze rekening-courant is onderverdeeld in verschillende rubrieken, naargelang het soort effect, de emittent ervan etc.; wanneer een effect met een bepaalde zekerheid belast is, bv. pand, zal het in een aparte (sub)rubriek opgenomen worden.

<sup>58</sup> Voor een voorbeeldclausule, zie J. CERFONTAINE, *o.c.*, 510.

<sup>59</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel van het financieel recht*, Antwerpen, Intersentia, 2003, 261, nr. 279. Dat de instemming ook stilzwijgend kan plaatsvinden en bewezen kan worden met alle middelen van recht werd bevestigd in Antwerpen 20 augustus 1990, *T.R.V.* 1990, 538, noot E. Huyghe.

<sup>60</sup> J. CERFONTAINE, *o.c.*, 510, nr. 86.

<sup>61</sup> Art. 26, 15° van de wet van 2 augustus 2002. De regel geldt enkel voor effecten die reeds vervangbaar (gemaakt) zijn. Er bestaat geen verplichting om effecten vervangbaar te maken alvorens zij op een gereguleerde markt kunnen verhandeld worden. Het Euronext Marktreglement voorziet, wat de eerste markt van Euronext Brussel betreft, enkel in de vereiste dat de effecten die men wil laten opnemen vrij verhandelbaar zouden zijn, met evenwel de mogelijkheid voor de marktonderneming om een afwijking toe te staan wat goedkeuringsclausules die geen verstoring van de markt kunnen meebrengen betreft (regel B-3301/4, in Boek II (regels specifiek voor Euronext Brussels), van het marktreglement van Euronext Brussels, goedgekeurd bij M.B. van 19 maart 2003, *B.S.* 14 mei 2003).

<sup>62</sup> J. CERFONTAINE, *o.c.*, 510, nr. 85.



Er wordt een opklimmend systeem van bewaarnemingen georganiseerd: de eindbelegger deponereert zijn aandelen bij het aangesloten lid, dat effectenrekeningen aanhoudt bij de vereffeninginstelling, waar de aandelen op hun beurt worden “gedeponeerd”. De vereffeninginstelling zelf zal de aandelen soms bij een andere binnen-of buitenlandse bewaarnemer (custodian) in bewaring geven, hoewel zij bij haar, vereffeninginstelling, op effectenrekening ingeschreven blijven. Artikel 4 van het K.B. nr. 62 laat dit toe, en voegt er aan toe dat deze bewaargeving “niets af doet” aan de toepassing van het K.B. nr. 62.

Deze keten van bewaargevingen kan delicate problemen van international privaatrecht doen rijzen. Als men de regel *lex rei sitae*-regel zou toepassen, zouden de effecten en de eruit voortvloeiende rechten beheerst worden door de plaats waar zij daadwerkelijk fysiek worden gehouden, of minstens door een verschillende *lex*, vastgeknoopt aan een boeking op een rekening, afhankelijk van welke relatie in het spel is. Internationaal leek er evenwel meer en meer consensus te groeien om het recht van het land waar een financieel instrument gecrediteerd staat in de boeken van een vereffeningstelsel, als de fictieve *lex rei sitae* te hanteren<sup>63</sup>. Op deze IPR-problematiek wordt hier niet verder ingegaan.

Nog in verband met de gebruikelijke keten van bewaargevingen en onderbewaargevingen, moet op artikel 17 van het K.B. nr. 62 gewezen worden. Artikel 17 bepaalt dat de meeste bepalingen van het K.B. nr. 62 van toepassing zijn op financiële instrumenten die aan een aangesloten lid zijn afgegeven, zodra de deponent heeft ingestemd met de vervangbaarheidsregeling en zonder dat het aangesloten lid deze instrumenten moet storten bij de vereffeninginstelling. “Dit akkoord heeft dezelfde gevolgen als storting bij de vereffeninginstelling”. Deze bepaling maakte het voor de erkenning van Euroclear als vereffeninginstelling en centraal depositaris mogelijk dat de effecten bij Euroclear werden bewaard, de CIK als vereffeninginstelling optrad, en daarbij toch het K.B. nr. 62 toepasselijk was. Zoals gezien is Euroclear ondertussen rechtstreeks als centraal depositaris erkend. Niettemin kan het ook vandaag voorkomen dat effecten niet bij de vereffeninginstelling gedeponeerd zijn, maar toch aan het systeem van het KB nr. 62 onderworpen worden door toepassing van art. 17.

*c. gemeen bewaargevingsrecht, tenzij het K.B. nr. 62 afwijkt*

Uit de bewoordingen van het K.B., en meer bepaald uit het herhaaldelijk gebruik van de woorden deponent, depositaris en bewaargeving blijkt vrij duidelijk dat de wetgever deze rechtverhouding tussen de uiteindelijke belegger en de tussenpersoon heeft gezien als een van bewaargeving. Bijgevolg zijn de artikelen 1915 e.v. B.W. op deze verhouding van toepassing, voor zover het K.B. nr. 62 daar niet van afwijkt<sup>64</sup>.

De belangrijkste afwijkingen op het gemeen bewaargevingsrecht vloeien voort uit de regel van de vervangbaarheid van de in bewaring gegeven financiële instrumenten. Met name kan een bewaargever niet de teruggave van stukken met dezelfde nummers als de gedeponeerde vragen: hij heeft slechts recht op teruggave van evenveel stukken van dezelfde categorie als de gedeponeerde.

<sup>63</sup> Zie G. SCHRANS en R. STEENNOT, *o.c.*, 265-66, tekst bij voetnoten 286-287.

<sup>64</sup> J.M. VAN HILLE, *Aandelen en obligaties*, Brussel, Bruylant, 1977, nr. 130; O. DE RYCKERE, “J. Effecten onder stelsel van vervangbaarheid - artikel 2”, in *Financieel Recht Commentaar met overzicht van rechtspraak en rechtsleer*, Kluwer, losbladig, 2; J. CERFONTAINE, *o.c.*, 511.



Artikel 5 van het KB nr. 62 bepaalt dat “onder voorbehoud van de navolgende bepalingen” van het K.B., de aangesloten leden en hun deponenten dezelfde rechten hebben als wanneer de financiële instrumenten die bij de vereffeningstelling in rekening-courant opgenomen zijn, in de kassen van de aangesloten leden waren gebleven. Deze bepaling heeft voornamelijk tot doel te vermijden dat het gemene recht van bewaargeving tot gevolg zou hebben dat het vereffeningstelsel eigenaar wordt van de bij haar in rekening-courant opgenomen aandelen. De fungibiliteit heeft in dit geval geen eigendomsoverdracht tot gevolg, het is alsof de stukken in de kassen van het aangesloten lid waren gebleven<sup>65</sup>.

## 6. Vervangbaarheid

Artikel 6 van het K.B. nr. 62 bepaalt, zeer duidelijk, dat “de bij de vereffeningstelling in het stelsel der rekening-couranten gestorte financiële instrumenten vervangbaar zijn”. Zoals uit de rest van dit artikel blijkt, volgt daaruit dat het nummer van een toondereffect geen rol meer speelt: de vereffeningstelling moet aan het aangesloten lid gelijke effecten teruggeven, maar deze mogen andere nummers hebben dan de gedeponeerde, en hetzelfde geldt in de verhouding aangesloten lid- deponent. Ook de overschrijving van de ene effectenrekening naar een andere gebeurt zonder opgave van nummers, en de laatste zin van artikel 6 ontslaat de aangesloten leden er zelfs van de nummers van bij hen gedeponeerde effecten in hun boeken op te nemen<sup>66</sup>.

Omgekeerd kan een deponent tegen een aangesloten lid, en die laatste tegen de vereffeningstelling, zijn rechten op de effecten uitoefenen zonder de identiteit van de relevante effecten te bewijzen aan de hand van een nummer (art. 8. K.B. nr. 62). “Het volstaat dat zij het bewijs leveren dat eenzelfde aantal maar (lees: “eventueel”-hdw) anders genummerde financiële instrumenten werden gedeponerd bij een aangesloten lid of bij de vereffeningstelling.”

Zoals gezien maakt de opname van effecten in een effectenrekening hen vervangbaar, en zoals bekend heeft bewaargeving van vervangbare zaken in de traditionele visie die zowel in België als het buitenland nog steeds overheerst, tot gevolg dat de bewaarnemer eigenaar wordt of, wat juister lijkt, in relatie tot derden als eigenaar mag worden beschouwd<sup>67</sup>. Het K.B. nr. 62 beschermt de deponent evenwel tegen een onverkorte toepassing van deze gedachte, door hem bijzondere rechten toe te kennen.

## 7. Aard en uitoefening van de rechten van de deponent

### *a. een onlichamelijk recht van mede-eigendom - revindicatierecht*

De aard van de rechten van de deponent worden omschreven in artikel 2 van het K.B. nr. 62, welke tekst een illustratie is van de neiging van de Belgische wetgever om belangrijke regels

---

<sup>65</sup> Vergelijk O. DE RYCKERE, *o.c.*, art. 3, 1-2; G. SCHRANS en R. STEENNOT, *o.c.*, 265, nr. 285 (a).

<sup>66</sup> Er is evenwel opgemerkt dat het aangesloten lid er goed aan doet toch de nummers van de in bewaring genomen effecten en de identiteit van de deponent te registeren en te bewaren, onder meer om zich te verweren tegen aansprakelijkheidsvorderingen voor het aanvaarden van titels waarop verzet werd betekend: O. DE RYCKERE, *o.c.*, art.4, 2 ; J. CERFONTAINE, *o.c.*, 513, nr. 93.

<sup>67</sup> H. DE PAGE en R. DEKKERS, *Traité*, 253 e.v.; B. SERVAES, *l.c.*, 521, met verwijzingen. G. SCHRANS en R. STEENNOT, *o.c.*, 287, noot 309 wijzen er op dat deze regel rechtsvergelijkend algemeen toegepast lijkt te worden (met verwijzing).



eerder terloops, cryptisch<sup>68</sup> en elliptisch te formuleren. De aard van de rechten van de deponent blijkt immers uit de definitie van “financiële instrumenten” die art. 2 van het K.B. geeft. “In de volgende bepalingen van dit besluit, moet men onder de term “financiële instrumenten” de effecten begrijpen (...) die op vervangbare basis overeenkomstig dit besluit bij de vereffeningsinstelling of de aangesloten leden ervan worden gedeponeerd, met inbegrip van het recht van mede-eigendom, van onlichamelijke aard, dat door zulk deposito in hoofde van de gezamenlijke deponenten wordt gevestigd op de universaliteit van effecten van dezelfde aard die bij de vereffeningsinstelling of de aangesloten leden ervan zijn gedeponeerd.”

De Memorie van toelichting bij de wet van 2 augustus 2002 bevat hierover volgende uitleg<sup>69</sup>:

“[Deze paragraaf beoogt] de aard van de onlichamelijke zakelijke rechten van de eigenaars van financiële instrumenten die aan het stelsel van het K.B. nr. 62 zijn onderworpen te preciseren. [...] Het recht van de deponenten omwille van de vervangbare aard van het deposito wordt omgevormd in een recht van mede-eigendom op de universaliteit die wordt gevormd door alle inschrijvingen in rekening bij de vereffeningsinstelling of het aangesloten lid met betrekking tot financiële instrumenten van dezelfde categorie en met betrekking tot de aanverwante rechten. Deze definitie preciseert aldus het concept van financiële instrumenten [...] door niet alleen de onderliggende financiële instrumenten die initieel in het vervangbaar stelsel worden gedeponeerd in rekening te nemen, maar ook de daarop slaande mede-eigendomsrechten dewelke in het vervolg in feite uitsluitend het voorwerp zullen uitmaken van overdrachten of in pandstellingen door giraal verkeer. Uiteindelijk zijn het uiteraard de onderliggende effecten, dewelke in de koffers of bij de depositarissen worden aangehouden, die het voorwerp zullen uitmaken van de restitutie of, in geval van pandstelling, van een tegeldemaking ten voordele van de begunstigten. Deze definitie bevestigt de rechtsleer terzake.”

Inderdaad ging de rechtsleer er traditioneel vanuit dat de deponent een recht van mede-eigendom genoot<sup>70</sup>

Door het deponeren van de effecten en hun opname in het systeem van het KB nr. 62, worden de rechten van een deponent op dat effect, vervangen door de rechten aan de deponent toegekend door het KB nr. 62<sup>71</sup>, nl. een recht van mede-eigendom op de algemeenheid van effecten van dezelfde aard. Effecten van dezelfde aard zijn effecten die door eenzelfde emittent zijn uitgegeven, met dezelfde looptijd en waaraan dezelfde rechten kleven en die, wanneer dit aspect relevant is, in vennootschapsrechtelijke zin tot dezelfde categorie behoren<sup>72</sup>.

Uit de wet en haar memorie van toelichting lijkt te volgen dat men een onderscheid moet maken tussen de rechten van een deponent op het creditsaldo van een rekening, en op de

---

<sup>68</sup> Een van de ongelukkige of in elk geval moeilijk begrijpbare elementen van de geciteerde omschrijving is het gebruik van de woorden “inclusief”/ “en ce compris” waaruit men bij een letterlijke lectuur moet afleiden dat het onlichamelijk recht van mede-eigendom een financieel instrument is.

<sup>69</sup> *Parl. St. Kamer*, 2001-2002, 1842/001, 115-116.

<sup>70</sup> Zie reeds J. VAN RYN en J. HEENEN, *Principes de droit commercial*, III, nr. 162; L. FREDERICQ, *Handboek van Belgisch handelsrecht*, tweede editie, II, nr. 821; M. VAN DER HAEGEN, “Le système Euroclear”, 1994, 139.

<sup>71</sup> B. SERVAES, *l.c.*, 523.

<sup>72</sup> C. SUNT, *l.c.*, 430; G. SCHRANS en R. STEENNOT, *o.c.*, 269.





onderliggende effecten die tot dat saldo aanleiding geven<sup>73</sup>. In het gemeen recht krijgt wie iets op een rekening deponereert slechts een vorderingsrecht tegen de rekeninghouder. Hij die zijn effecten deponereert onder het stelsel der vervangbaarheid, krijgt evenwel een zakelijk recht (net zoals in het gemeen recht iemand die niet- vervangbare zaken in bewaring geeft) nl. een recht van mede-eigendom op een universaliteit, die bestaat uit alle effecten van dezelfde aard die bij het aangesloten lid gedeponereerd zijn (door wie dan ook). Transacties op de rekeningen hebben in wezen slechts betrekking op dat mede-eigendomsrecht. Maar als het erop aan komt de effecten uit het systeem van vervangbaarheid te halen, bv. omdat men fysieke levering wenst, of ingeval van faillissement van het aangesloten lid, wordt erkend dat de deponent een zakelijk (revindicatie)recht heeft op de onderliggende effecten zelf- zij het natuurlijk niet het recht om effecten met dezelfde nummers als de door hem gedeponereerde terug te eisen, want door het depot zijn de effecten vervangbaar geworden.

Om de draagwijdte van deze regeling te begrijpen moet men haar samenlezen met de regels over faillissement van vereffeningsinstelling of aangesloten lid, en met de regels die bepalen tegen wie de deponent zijn rechten geldend kan maken.

#### *b. Uitoefening van de rechten van een deponent*

Uit de artikelen 12 en 13 van het K.B. blijkt dat er, drie belangrijke uitzonderingen niet te na gesproken, in beginsel geen rechtsverhouding bestaat tussen de vereffeningsinstelling en de uiteindelijke belegger/deponent. De deponent van de financiële instrumenten kan zijn recht van mede-eigendom (op de categorie van effecten van dezelfde soort als de door hem gedeponereerde) alleen laten gelden jegens het aangesloten lid bij wie deze instrumenten op rekening zijn geboekt (art. 13). Dit aangesloten lid op zijn beurt oefent rechten uit tegen de vereffeningsinstelling. Indien het aangesloten lid de gedeponereerde effecten dus heeft verdergegeven aan een vereffeningsinstelling die ze op hun beurt in bewaring geeft aan een bv. buitenlandse bewaarnemer, dan kan de deponent zijn rechten in beginsel niet uitoefenen tegen die uiteindelijke bewaarnemer.

Zoals gezegd heeft een deponent in beginsel alleen rechten tegenover het aangesloten lid. Daarop voorziet artikel 12 van het KB nr. 62 in drie uitzonderingen.

Ten eerste kan een deponent zij associatieve rechten, met andere woorden zijn lidmaatschapsrechten als vennoot, rechtsreeks tegen de emittent van het effect uitoefenen.

Ten tweede mag de deponent in geval van faillissement van de emittent of in andere gevallen van samenloop zijn recht van verhaal rechtstreeks tegen de emittent uitoefenen.

In geval van faillissement of ander gevallen van samenloop in hoofde van de vereffeningsinstelling of het aangesloten lid, beschikt de deponent over een terugvorderingrecht tegenover de vereffeningsinstelling, dat hij overeenkomstig het K.B. nr. 62 (artt. 12 en 13) kan uitoefenen. Dat laatste houdt in dat de terugvordering van het aantal vervangbare financiële instrumenten dat het aangesloten lid aan de deponent verschuldigd is, “op collectieve wijze op de algemeenheid van vervangbare financiële instrumenten van dezelfde categorie, die op naam van het aangesloten lid zijn ingeschreven bij andere aangesloten leden of bij de vereffeningsinstelling” geschiedt.

---

<sup>73</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *o.c.*, 272, nr. 289.





Met andere woorden, de deponent heeft het recht om terugvordering te eisen rechtstreeks van het failliete aangesloten lid of van de failliete vereffeninginstelling- uiteraard niet van bepaalde genummerde effecten, maar van eenzelfde aantal effecten als door hem gedeponeed, van dezelfde categorie als door hemzelf gedeponeed.

Indien de algemeenheid van effecten van eenzelfde categorie onvoldoende is om alle deponenten van die categorie te voldoen, dan worden de effecten verdeeld “onder de eigenaars in verhouding tot hun rechten”, dat wil zeggen pondspandgewijs<sup>74</sup>.

Indien het aangesloten lid of de vereffeninginstelling zelf ook effecten van een categorie aanhouden (voor eigen rekening dus), dan kunnen zij hun terugvorderingsrecht slecht uitoefenen op de effecten die overblijven nadat alle door hen voor rekening van derden aangehouden effecten van dezelfde categorie, volledig zijn terugbetaald. Hun vordering wordt als het ware achtergesteld.

De ganse regeling wordt vervolledigd door de volgende regel (art. 13, laatste lid ): wanneer een tussenpersoon voor andermans rekening financiële instrumenten op eigen naam of op naam van een derde heeft laten inschrijven, mag de eigenaar voor wiens rekening die inschrijving genomen is, zijn vordering tot teruggave slechts instellen tegen de tussenpersoon of derde in wiens naam de financiële instrumenten zijn ingeschreven, behalve ingeval van faillissement, gerechtelijk akkoord of ander situatie van samenloop tussen de schuldeisers van deze tussenpersoon of derde. In dat laatste geval kan de vordering tot teruggave rechtsreeks worde ingesteld door de eigenaar tegen het aangesloten lid of de vereffeninginstelling op het tegoed dat op naam van de tussenpersoon of derde aangewezen als titularis van de rekening is ingeschreven. Zoals de voorbereidende werken verduidelijken, zal een eigenaar er slechts belang bij hebben dergelijke rechtstreekse vordering in te stellen, voor zover de curator van de failliete tussenpersoon nalaat het in hun voordeel te doen<sup>75</sup>

De essentie van de ganse zonet uiteengezette regeling is dus dat deponenten, ondanks de vervangbaarheid van de gedeponeede effecten, ingeval van samenloop een revindicatierecht met zakelijke werking hebben tegenover aangesloten lid of vereffeninginstelling.

Volgens de voorbereidende werken van één van de wetten die het oorspronkelijke K.B. nr. 62 gewijzigd hebben, wordt de algemeenheid van effecten van eenzelfde categorie geacht zich te bevinden waar de houder van de rekeningen, tegenover wie het revindicatierecht kan worden uitgeoefend, zich bevindt, en niet waar de onderliggende effecten zich bevinden<sup>76</sup>.

## 8. *Recht op dividenden- associatieve rechten*

De emittent van de effecten zal dividenden en andere met de aandelen verbonden uitkeringen aan de vereffeninginstelling doen. Deze betaling is bevrijdend voor de emittent (art. 14 KB nr. 62). Deze sommen kunnen niet in beslag genomen worden door de schuldeisers van de vereffeninginstelling (art. 14 KB nr. 62). Dit is slechts een toepassing van de algemene onbeslagbaarheid van de effectenrekeningen geopend in de boeken van de

---

<sup>74</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 273.

<sup>75</sup> *Parl. St. Kamer*, 2001-2002, nr. 1842/1, 120.

<sup>76</sup> Memorie van toelichting bij de wet van 7 april 1995, *Parl. St. Kamer* 1994-95, 1321/1, 11; Zie ook onder meer G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 273, nr. 289 in fine, en B. SERVAES, *l.c.*, 523.



vereffeningsinstelling<sup>77</sup>. De vereffeningstelling zal de bedoelde sommen doorstorten aan de aangesloten leden, en ook deze betaling is bevrijdend voor de vereffeningstelling.

Art. 15 van het K.B. bepaalt dat de deponent zijn associatieve rechten als vennoot, hetzij op de algemene vergadering van de emitterende vennootschap, hetzij anderszins, kan uitoefenen nadat hetzij de vereffeningstelling hetzij het aangesloten lid een attest heeft opgesteld, dat door de deponent wordt voorgelegd, en waaruit blijkt dat de deponent eigenaar of titularis is van een bepaald aantal financiële instrumenten, dat op zijn naam of die van zijn tussenpersoon is ingeschreven op de datum vereist voor de uitoefening van deze rechten. Specifiek voor het geval van deelname aan de algemene vergadering preciseert art. 15 nog dat het attest de onbeschikbaarheid van de aandelen tot op de dag van de algemene vergadering vaststelt. De vennootschappen hebben niet het recht te eisen dat hen de nummers van de gedeponeerde aandelen meegedeeld worden opdat een deponent zou kunnen toegelaten worden tot hun algemene vergadering.

## **9. Verpanding van vervangbare effecten**

De toepassing van de gemeenrechtelijke regels in verband met het burgerlijk en handelspand zou in verband met aandelen onder het stelsel van vervangbaarheid, vele praktische en zelfs enkele juridisch-theoretische moeilijkheden creëren, vandaar dat het K.B. nr. 62 in zijn artikel 7 afwijkende regels bevat.

De inbezitstelling die voor de vestiging van een pand vereist is, gebeurt voor vervangbare financiële instrumenten geldig door een boeking, meer bepaald op een “speciale rekening” bij de vereffeningstelling of bij een aangesloten lid. Er wordt dus een aparte rekening met verpande effecten geopend. Deze rekening luidt op naam van een overeengekomen persoon, aldus het KB. Het is niet duidelijk wie precies in aanmerking komt om als “overeengekomen persoon” te fungeren. Het meest voor de hand ligt de pandhoudende schuldeiser, maar het is niet uitgesloten dat ook de pandgever in aanmerking komt, hoewel men zich dan kan afvragen of er wel buitenbezitstelling kan zijn; dat laatste lijkt niet het geval wanneer de pandgever kan beschikken over de “speciale rekening”<sup>78</sup>. Ook bij de inpandgeving volgens dit systeem zijn de nummers van de betrokken financiële instrumenten irrelevant: zij worden geïdentificeerd volgens hun aard, zonder opgave van nummers. Het aldus gevestigde pand is rechtsgeldig en kan aan derden worden tegengeworpen, aldus duidelijkheidshalve art. 7 K.B. nr. 62.

Artikel 7 wil ook voorkomen dat aan de geldigheid van het pand afbreuk zou gedaan worden doordat de pandgever niet de eigenaar blijkt te zijn van de effecten die in pand gegeven zijn. Overeenkomstig artikel 7 wordt de pandgever (lees: voor doeleinden van inpandgeving overeenkomstig art. 7) geacht (lees dus: onweerlegbaar vermoed) eigenaar van de in pand gegeven effecten te zijn<sup>79</sup>. De geldigheid van het pand wordt niet aangetast door het feit dat de

---

<sup>77</sup> Zie ook G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 281, nr. 294.

<sup>78</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 274, nr. 290 en hun voetnoot 325, met verdere verwijzingen.

<sup>79</sup> Maar volgens de voorbereidende werken mag het vermoeden van eigendom evenwel niet zo begrepen worden, als zou het aan een vereffeningstelling toegelaten zijn te vermoeden dat een aangesloten lid dat effecten in pand heeft gegeven, eigenaar van deze effecten is, wanneer die effecten zijn ingeschreven in een rekening gehouden voor een cliënt, en niet in een rekening gehouden voor eigen rekening: memorie van toelichting (bij de wet van 2 augustus 2002 die art. 7 K.B. nr. 62 op dit vlak wijzigde), *Parl. St. Kamer*, 2001-2002, Doc. 50 1842/001, 117-18.



pandgever in werkelijkheid geen eigenaar is. Maar deze regel doet geen afbreuk aan de aansprakelijkheid van de pandgever tegenover de werkelijke eigenaar. Bovendien is er één geval waarin de geldigheid van het pand wél afhangt van de vraag of de pandgever eigenaar is van de in pand gegeven effecten. De eigenaar moet zijn machtiging voor de inpandgeving geven wanneer de pandgever de pandnemer voorafgaandelijk schriftelijk heeft verwittigd dat hij niet de eigenaar is van de betrokken financiële instrumenten. Deze ganse constructie van vermoeden van eigendom is ingevoerd om bij te dragen tot de rechtszekerheid rond courante markttransacties waarbij aangesloten leden niet alleen hun eigen effecten, maar ook deze van cliënten in pand geven, met het akkoord van deze cliënten<sup>80</sup>

Art. 7 K.B. nr. 62 bevat ook een vereenvoudigde procedure voor pandverzilvering. Er is geen rechterlijke tussenkomst nodig. Behoudens andersluidend beding tussen partijen, is de pandhoudende schuldeiser gerechtigd om de effecten die het voorwerp van het pand uitmaken, te verzilveren door hen binnen de kortst mogelijke termijnen te gelde te maken, en dit niettegenstaande faillissement, gerechtelijk akkoord of andere vorm van samenloop in hoofde van de schuldenaar. De opbrengst van deze tegeldemaking wordt gecompenseerd met de schuldvordering, inclusief interesten en kosten, van de pandhoudende schuldeiser. Blijft er dan nog een deel van de opbrengst over, dan komt dit saldo aan de schuldenaar tegoed.

### ***10. Verzet op titels***

De wetgever heeft willen verzekeren dat eens een financieel instrument is opgenomen in het systeem van vervangbaarheid, het rechtszeker kan verhandeld worden, zonder dat verkrijgers er zich zorgen over hoeven te maken dat er wel eens een verzet op de bedoelde titels zou kunnen rusten. Art. 9 van het K.B. nr. 62 bepaalt daarom dat de storting van financiële instrumenten bij een vereffeningsinstelling of aangesloten lid dezelfde gevolgen heeft als een daad van beschikking en dat elke publicatie van een verzet nadien, geen enkel gevolg heeft. Meer zelfs, indien toch dergelijk “laattijdig” verzet bekendgemaakt wordt, dient dit ambtshalve door het bevoegde Nationale Kantoor voor Roerende Waarden geschrapt te worden, na ontvangst van een attest vanwege de vereffeningsinstelling of het aangesloten lid dat de betrokken effecten houdt. Het Nationale Kantoor licht de verzetdoener in, en deze kan van het aangesloten lid eisen dat hem de identiteit wordt medegedeeld van diegene die aan dit lid de financiële instrumenten heeft afgegeven waartegen het verzet aangetekend was.

Artikel 10 voegt eraan toe dat aangesloten leden, vereffeningsinstellingen en al wie te goeder trouw een financieel instrument bezit dat aan het stelsel van vervangbaarheid onderworpen is of geweest is, niet verplicht zijn het terug te geven aan diegene die beweert onvrijwillig buiten bezit gesteld te zijn alvorens dat financieel instrument bij de vereffeningsinstelling werd gestort en die voor dat tijdstip geen verzet heeft doen bekend maken.

Het ganse systeem stelt dus art. 2279, tweede lid B.W. buiten werking.

Ter compensatie van deze bescherming van de verkrijger van effecten onder het stelsel van vervangbaarheid, is een soort ingangscntrole georganiseerd: art. 9 eerste lid bepaalt dat wanneer een financieel instrument wordt afgegeven aan een aangesloten lid dat laatste verplicht is te controleren of er geen verzet op dat instrument rust. Aanvaardt het lid een instrument waarop een verzet rust, dan is het volgens het gemeen recht aansprakelijk.

---

<sup>80</sup> G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 275.



## 11. Derdenbeslag

Artikel 11 van het KB nr. 62 bepaalt dat derdenbeslag bij de vereffeninginstelling op de rekening-courant van financiële instrumenten niet mogelijk is, en dat ook beslag op de financiële instrumenten zelf die in bewaring gegeven bij de vereffeninginstelling niet mogelijk is. Noch de rekeningen, noch de erop geboekte effecten kunnen dus het voorwerp van een derdenbeslag uitmaken.

De regel in verband met de effecten als dusdanig kan men onder meer proberen verklaren met de vaststelling dat het niet mogelijk is bepaalde effecten, die men in beslag zou willen nemen, toe te wijzen aan een bepaalde schuldenaar van de beslaglegger; er is dus geen individualisatie op naam van een bepaalde eigenaar<sup>81</sup>. Dat beslag op de rekeningen zelf niet mogelijk is, is normaal nu de rekening als dusdanig een algemeenheid vormt waarop meerdere deponenten hun revindicatierecht kunnen uitoefenen<sup>82</sup>. Niettemin is de belangrijkste verklaring voor het bestaan van de onbeslagbaarheid de wens te voorkomen dat dergelijk beslag de werking van het ganse vereffeningstelsel lamlegt of zelfs maar afbreuk doet aan het beginsel van finaliteit dat door de wet van 28 april 1999 in uitvoering van de Richtlijn 98/26/EG van 19 mei 1998 werd ingevoerd<sup>83</sup>.

Men moet voor ogen houden dat de onbeslagbaarheid enkel slaat op de rekeningen en effecten bij de vereffeninginstelling. De rekening van een deponent bij een financiële tussenpersoon, aangesloten lid, komt wel voor derdenbeslag in aanmerking<sup>84</sup>.

In geval van faillissement of andere gevallen van samenloop in hoofde van de eigenaar van financiële instrumenten, kunnen zijn schuldeisers hun rechten laten gelden op het beschikbaar saldo van de op rekening gestorte financiële instrumenten, na aftrekking of toevoeging van het zogenaamde “différé” of “uitgesteld saldo”<sup>85</sup>, nl. die financiële instrumenten die nog niet definitief beschikbaar zijn omdat hun boeking afhangt van voorwaardelijke of termijnverbintenissen of verbintenissen die nog niet vaststaan (art. 11, tweede lid).

---

<sup>81</sup> C. SUNT, *l.c.*, 462; G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 283, nr. 296.

<sup>82</sup> J. CERFONTAINE, *l.c.*, 518, nr. 101.

<sup>83</sup> M. TISON, *l.c.*, 256.

<sup>84</sup> Verslag aan de Koning bij K.B. nr. 62; J.M. VAN HILLE, *O.c.*, 76; G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, 283, met verdere verwijzingen.

<sup>85</sup> Daarover onder meer G. SCHRANS en R. STEENNOT, *Algemeen deel, o.c.*, nr. 274-h, 256-57; A. DE MARMOL, “Aspects juridiques du fonctionnement d’un système de comptes-titres- apport de la loi du 6 août 1993”, *Bank Fin.* 1994, 154.

# Financial Law Institute

The **Financial Law Institute** is a research and teaching unit within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.

The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research output of the Financial Law Institute's researchers to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.